

涉上市公司争议解决系列之（三）：股票的保全与执行（上篇）

作者：孙伟 | 黄缤乐 | 李彦龙

司法实践中，中国大陆境内上市公司（以下简称“上市公司”）股票的保全与执行是一大难点，其不仅涉及了证券登记结算机构、证券公司、投资人、上市公司及司法机构等不同主体，而且牵涉到不同的上市主体监管规则、金融产品的交易结构及不同的司法程序，以致相关的规则纷繁而复杂。此外，股票的性质、股市的行情、信息披露、处置方式和限制等因素相互交错，不仅会直接决定金融机构等债权人的权利实现，更会影响上市公司的管理运营。面对这些难点，我们梳理归纳了相关规定，结合实务经验，以上、中、下三部分，分别讨论涉上市公司股票的保全、执行的通用规则及质押股票保全与执行的特别规则，以供读者参考。

上篇：股票保全的实务问题

本篇将重点介绍上市公司股票保全的通用规则，包括以下四个问题：

- **保全范围：**可以保全的证券账户与资金账户种类；
- **管辖法院：**保全上市公司股票的管辖法院；
- **路径选择：**证券公司或中登公司协助保全股票的优劣比较；
- **股票价值：**拟保全股票的价值认定及保全后股票价值变化的处理。

一、保全范围：可以保全的证券账户与资金账户

《最高人民法院、最高人民检察院、公安部、中国证券监督管理委员会关于查询、冻结、扣划证券和证券交易结算资金有关问题的通知》（以下简称“《2008通知》”）规定，可以保全的股票相关资产包括**证券**和**证券交易结算资金**（以下简称“**资金**”）。简言之，所谓“股票保全”，实际可以保全的包括“股票”和“现金”两种形态的资产。

不同于一般的银行账户，证券和资金的记载账户与实际存管账户可能不尽相同，这在一定程度上加剧了股票保全工作的复杂性，应当在保全工作启动之初予以厘清。为此我们以证券和资金的流通路径为线索，梳理了股票交易中相关主体的哪些账户内的证券与资金可以被保全。

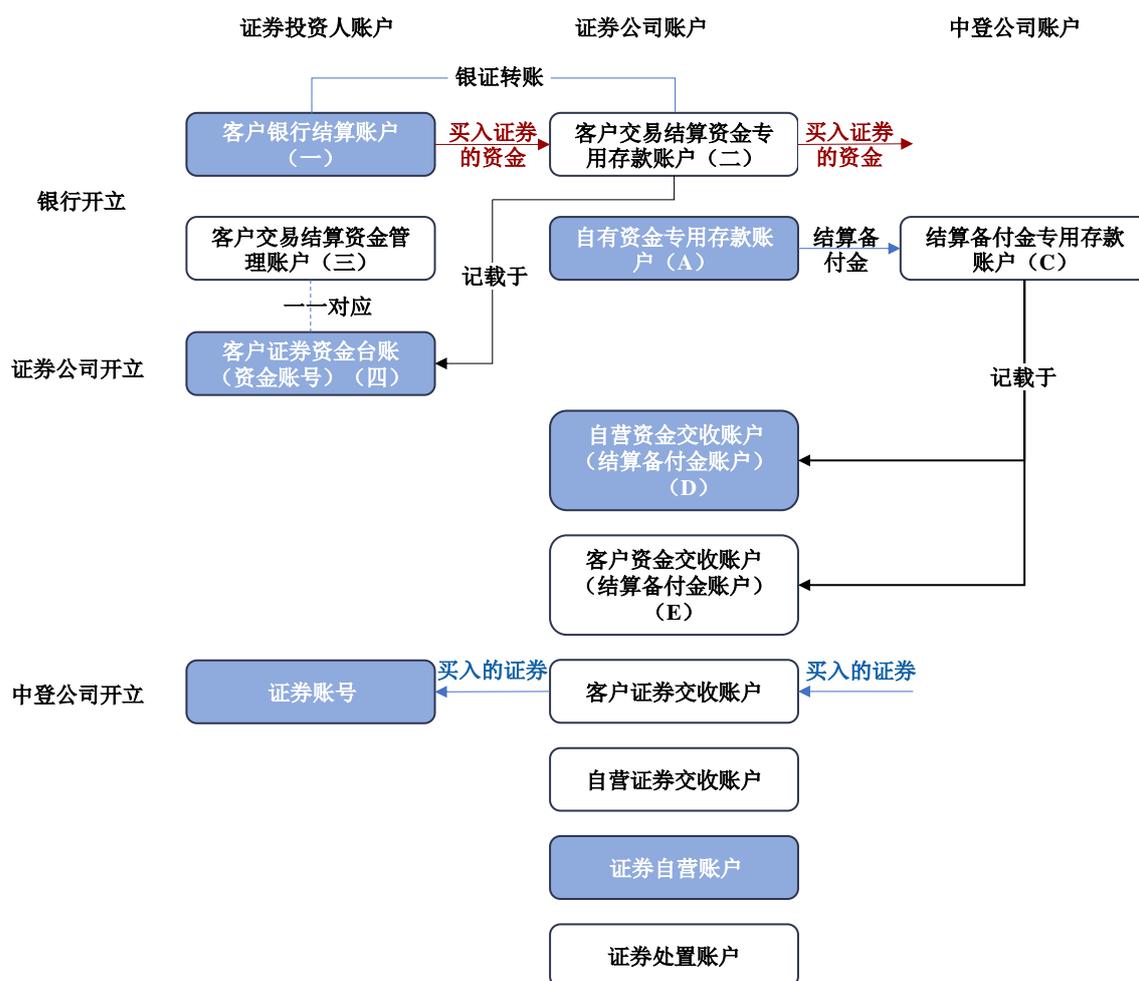


图 1

(一) 证券账户

根据《中华人民共和国证券法》(以下简称“《证券法》”)第一百五十五条,上市公司的股票应当存管于证券登记结算机构,也即中国证券登记结算有限责任公司(以下简称“中登公司”)。如图 1 所示,投资者通过证券账户持有证券,一个投资者在同一市场最多可以申请开立 3 个 A 股账户(以下简称“证券帐号”)¹,可由中登公司开立,也可由中登公司委托的证券公司代为办理²,证券公司则通过证券自营账户持有自营证券³。因此,证券记载于证券帐号和证券自营账户,实际存管于中登公司,这两个账户内的证券属于投资者或证券公司的自有资产,可以保全。

¹ 参见《中国证券登记结算有限责任公司 证券账户业务指南》第 2.1.2 条。

² 参见《证券登记结算管理办法(2018 修正)》(中国证券监督管理委员会令第 147 号)第二十条第一款,证券登记结算机构可以直接为投资者开立证券账户,也可以委托证券公司代为办理。

³ 参见《中国证券登记结算有限责任公司特殊机构及产品证券账户业务指南(2021 修订)》第二章第一节 证券公司自营证券账户。

至于证券公司或其他结算参与人⁴名下的**证券交收账户⁵**和**证券处置账户⁶**，及中登公司名下的**证券集中交收账户**、**专用清偿账户**、**专用处置账户**，这些账户中的**证券**依据《2008 通知》第五条的规定均不得冻结。

（二）投资者的资金账户

根据《证券法》第一百三十一条，投资者的资金应当存放在商业银行，以每个投资者的名义单独立户管理。这也被称为**第三方存管模式**，如图 1 所示，这一模式涉及四个不同的资金账户：

- 账户一是“**客户银行结算账户**”，由投资者在存管银行开立，即个人投资者的借记卡/存折（开通第三方存管服务），机构投资者的**结算账户**；
- 账户二是“**客户交易证券资金专用存款账户⁷**”，由证券公司在存管银行开立，专门用于存放不同投资者的**结算资金**；
- 账户三是“**客户交易证券资金管理账户**”，由存管银行为投资者开立的“**二级账户⁸**”，不存放真实资金，用于记载投资者资金的变动明细和银证转账对应关系；
- 账户四是“**客户证券资金台账**”（以下简称“**资金账号**”），由证券公司为投资者开立的“**二级账户⁹**”，投资者在多个不同证券公司开户后会得到不同帐号，与账户三数据一一对应，证券公司通过该账户对投资者的**证券**买卖进行前端控制，如清算交收。

首先，当投资者进行银证转账时，资金从属于投资者的**账户一**流入属于**证券公司**的**账户二**；然后，当投资者指示**证券公司**买卖**证券**时，属于投资者的**资金**便从**账户二**流出或流入；与此同时，上述**资金**变化均通过**账户四**向投资者体现。简言之，投资者的**资金**记载于**账户四**，实际存放于**账户二**。根据最高院 2004 年颁布的《关于冻结、扣划**证券**交易**证券**资金有关问题的通知》（以下简称“**《2004 通知》**”）第一条，**账户二**实际存放了多个投资者的**资金**，法院不得保全，而只能通过**证券公司**保全**账户四**中属于单个投资者的**资金**。

因此，被保全人为投资者时，“**客户银行结算账户**”（**账户一**）和“**资金账号**”（**账户四**）中的**资金**均可以保全。

⁴ 参见《**证券**登记**结算**管理办法（2018 修正）》（中国证券监督管理委员会令第 147 号）第七十八条，**结算**参与人，是指经**证券**登记**结算**机构核准，有资格参与集中清算交收的**证券公司**或其他机构。

⁵ 参见《**证券**登记**结算**管理办法（2018 修正）》（中国证券监督管理委员会令第 147 号）第七十八条，**结算**参与人**证券**交收账户，是指**结算**参与人向**证券**登记**结算**机构申请开立的用于**证券**交收的**结算**账户。对于同时经营自营业务以及经纪业务或资产管理业务的**结算**参与人，其**证券**交收账户包括自营**证券**交收账户和客户**证券**交收账户。

⁶ 参见《**证券**登记**结算**管理办法（2018 修正）》（中国证券监督管理委员会令第 147 号）第七十八条，**证券**处置账户，是指**结算**参与人向**证券**登记**结算**机构申请开立的**结算**账户，用于存放客户交收违约时**证券公司**暂不交付给客户的**证券**。

⁷ 参见《**客户**交易**结算**资金管理办法（2021 修正）》（中国证券监督管理委员会令第 184 号）第三十六条，**客户**交易**结算**资金专用存款账户，指**证券公司**及其**证券**营业部在存管银行开立的，用于存放**客户**交易**结算**资金及办理**结算**划款的专用账户。第十六条同时规定，**客户**交易**结算**资金只能在**客户**交易**结算**资金专用存款账户和清算备付金账户之间划转，但**客户**提款、**证券公司**将收取**客户**的费用转入自有资金专用存款账户等业务除外。

⁸ 参见中国证券监督管理委员会 2011 年 8 月 5 日发布的《关于就<**客户**交易**结算**资金管理办法（修订草案）>公开征求意见的通知》，《征求意见稿》第九条，**证券公司**、指定**商业银行**应当在**客户**资金存管合同签订后，以**客户**的名义，分别为其开立与**客户**资金汇总账户对应的**二级**账户，用于记载**客户**资金的明细数据。**证券公司**为**客户**开立的**二级**账户称为**客户**的**资金**账户，指定**商业银行**为**客户**开立的**二级**账户称为**客户**的**管理**账户。该《征求意见稿》未生效，仅作为理解不同账户之间相互关系的参考。

⁹ 参见脚注 8。

（三）证券公司的资金账户

被保全人为证券公司时，证券公司名下虽开立多个账户，但应当区分自有资金和投资者的资金。

首先，证券公司的自有资金当然可以被保全，包括证券公司在银行为开立的账户 A “自有资金专用存款账户”，其中存有证券公司的自有资金以及从客户处收取的服务费用等¹⁰。

其次，当证券公司作为结算参与人参与证券结算工作时，还会向中登公司缴纳结算备付金¹¹，结算备付金实际存放于中登公司名下的账户 C “结算备付金专用存款账户”¹²，但记载于证券公司名下的资金交收账户¹³（包括账户 D 和账户 E）。根据《2004 通知》第二条，开立在证券公司名下的“**客户结算备付金账户**”是一定不可保全的。但此外，依据《2008 通知》第六条，客户资金交收账户和自营资金交收账户内最低限额自营结算备付金及根据成交结果确定的应付资金不得冻结，但自营资金交收账户中除最低限额**自营结算备付金**及根据成交结果确定的应付资金之外的资金仍可冻结。

综上，被保全人为证券公司时，可以采取保全措施的包括**自有资金专用存款账户（账户 A）、自营资金交收账户（账户 D）中除最低限额自营结算备付金及根据成交结果确定的应付资金之外的资金**。¹⁴

（四）融资融券交易业务中的保全

不同于一般股票交易中的保全，在特定的业务模式下，可以保全的目标账户和处置方式也会相应发生变化。

以融资融券交易为例，融资融券投资者向证券公司借入证券和资金进行交易，并与证券公司在此业务模式下分别开立多个不同的账户（如图 2）。其中，投资者名下的两个信用账户是从属于证券公司名下“客户信用交易担保证券账户”和“客户信用交易担保资金账户”的二级账户，仅用于记载投资人委托证券公司持有的担保证券、投资人交存的担保资金的明细数据¹⁵，这些担保证券和担保资金均是投资者对证券公司的担保物¹⁶，依据《2008 通知》第七条，在交收完成之前，属于不可冻结的担保物。因

¹⁰ 参见《客户交易结算资金管理办法（2021 修正）》（中国证券监督管理委员会令第 184 号）第三十六条，证券公司的自有资金专用存款账户，指证券公司开立的，按照本办法规定划拨其自有资金或者接受从客户交易结算资金专用存款账户所收取款项的账户。

¹¹ 《结算备付金管理办法（2022 年 3 月修订版）》（中国证券登记结算有限责任公司，实施日期：2022.03.25）第三条，结算备付金是指结算参与人根据本办法的规定，存放在其资金交收账户中用于证券交易及非交易结算的资金。

¹² 参见《客户交易结算资金管理办法（2021 修正）》（中国证券监督管理委员会令第 184 号）第三十六条，清算备付金专用存款账户，指结算公司在结算银行开立的，用于存放证券公司清算备付金的账户。

¹³ 参见《证券登记结算管理办法（2018 修正）》（中国证券监督管理委员会令第 147 号）第七十八条，结算参与人资金交收账户，是指结算参与人向证券登记结算机构申请开立的用于资金交收的结算账户。对于同时经营自营业务以及经纪业务或资产管理业务的结算参与人，其资金交收账户包括自营资金交收账户和客户资金交收账户。《结算备付金管理办法（2022 年 3 月修订版）》（中国证券登记结算有限责任公司，实施日期：2022.03.25）第四条，结算参与人应当在本公司开立资金交收账户，用于存放结算备付金。资金交收账户即结算备付金账户。按照中国证监会的有关规定，同时办理自营与客户证券交易结算业务的结算参与人，应当根据不同业务的需要分别开立用于办理自营业务结算、经纪业务结算、托管业务结算、信用交易业务结算等资金交收账户。第八条，结算参与人向其资金交收账户存入资金时，应当将资金划入本公司公布的结算备付金专用存款账户，并注明其资金交收账户账号。本公司确认收到款项后将相应金额记入其资金交收账户。

¹⁴ 此处有关证券公司的资金账户并非穷尽列举，现有结论依本文的分析得出。

¹⁵ 《证券公司融资融券业务管理办法（2015）》（中国证券监督管理委员会令第 117 号）第十六条第二款，客户信用证券账户是证券公司客户信用交易担保证券账户的二级账户，用于记载客户委托证券公司持有的担保证券的明细数据。第十七条第三款，客户信用资金账户是证券公司客户信用交易担保资金账户的二级账户，用于记载客户交存的担保资金的明细数据。

¹⁶ 《证券公司融资融券业务管理办法（2015）》（中国证券监督管理委员会令第 117 号）第二十五条 证券公司应当将收取的保证金以及客户融资买入的全部证券和融券卖出所得全部价款，分别存放在客户信用交易担保证券账户和客户信用交易担保资金账户，作为对该客户融资融券所生债权的担保物。

此，投资者名下的“信用证券账户”和“信用资金账户”不可以直接保全。

但是，当融资融券交易完成后，部分证券和资金仍可能是属于投资者享有权益的资产。为了实现保全之目的，《证券公司融资融券业务管理办法》第三十条规定，在对投资者的融资融券进行保全时，证券公司应处分担保物，实现因向客户融资融券所生债权。所以，投资者融资融券资产的保全方式分为三步走：（1）先由证券公司处置担保物，实现对投资者的债权（处置时间虽无明文规定，但一般证券公司倾向于收到协助执行通知后立刻进行，以使得不确定的债权债务转为确定）；（2）处置完成后，剩余证券的将划转至投资者的证券账号，剩余资金将划转至投资者的资金账号；（3）最后，法院对投资者的证券账号和资金账号进行保全¹⁷。

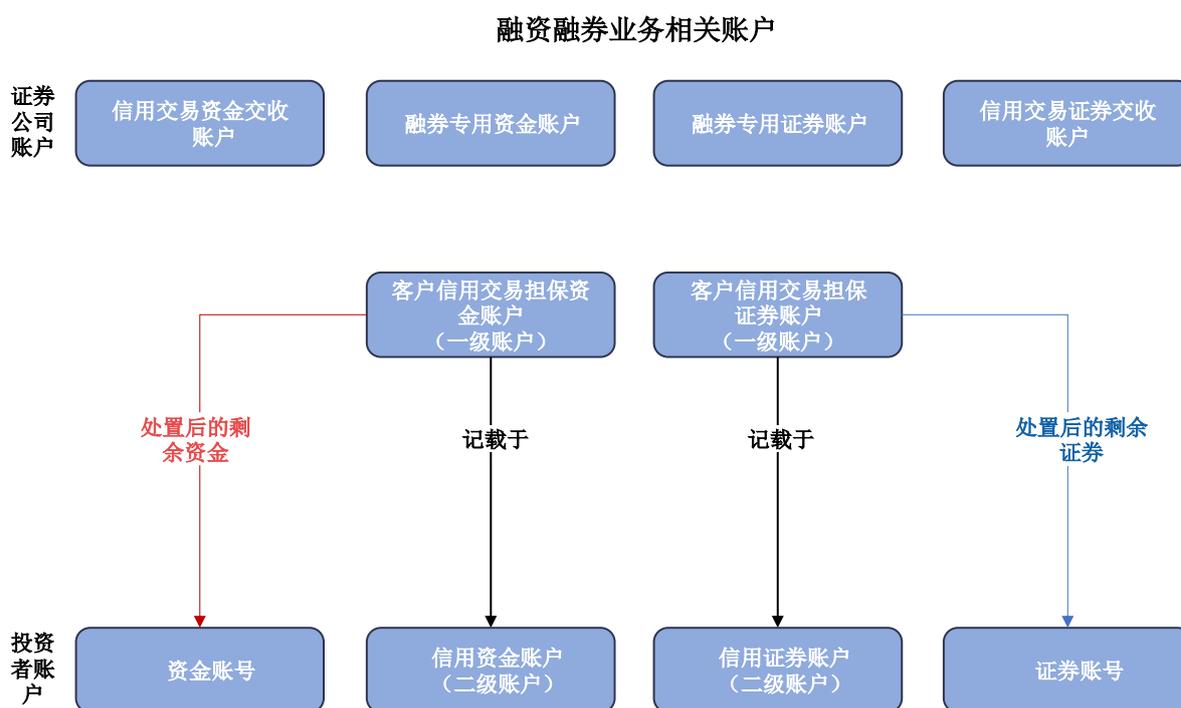


图 2

二、管辖法院：上市公司股票保全的相关管辖法院

确定管辖法院是股票保全和执行程序中不可或缺的一环，尽管相关的法律规则已较为明确，但根据案件的不同情况，选择准确且合适的管辖法院也可能提升保全工作的效率，为办理案件争取更多优势。

上市公司股票保全的管辖法院依据司法程序的不同而有所区别，但“财产所在地”法院是一个具有普适性的管辖法院选择。如诉前财产保全的管辖法院包括被保全财产所在地、被申请人住所地或者对案件有管辖权的人民法院；仲裁案件的财产保全管辖法院为被保全财产所在地和被申请人住所地法院；若直接启动执行程序，管辖法院则需根据生效的法律文书来确定，主要包括生效判决或裁定所对应的一审法院、被执行人住所地法院和被执行财产所在地法院。此外，质押股票通过实现担保物权特别程序，可选择担保物权登记地（中登公司）法院作出裁定并执行。

¹⁷ 《中国证券登记结算有限责任公司融资融券登记结算业务实施细则（2018）》（中国证券登记结算有限责任公司，实施日期：2018.11.07）第十七条第一款，司法机关依法对投资者信用证券账户记载的权益采取财产保全或强制执行措施的，证券公司应当在了结该投资者的部分或全部融资融券交易、收回因融资融券所生对投资者的债权后，将剩余证券划转到该投资者的普通证券账户，并按照现行规定协助执行，剩余资金由证券公司按有关规定协助执行。

（一）财产所在地的认定

那么股票作为一种重要的财产，何谓其财产所在地法院呢？在过去，司法实践中对此存在争议，后最高院通过《最高人民法院执行局关于法院能否以公司证券登记结算地为财产所在地获得管辖权问题的复函》明确，**该类财产所在地为发行公司的住所地**，而非中登公司所在地。最高院 2017 年颁布的《人民法院办理执行案件规范》也再次进行了确认，所以实务中对上市公司股票财产所在地的认定目前已无争议。

（二）集中管辖

实务中，特定类型或涉及特定主体的案件会实施集中管辖，影响管辖法院的确定。举例而言，涉及科创板上市公司的证券发行纠纷、证券承销合同纠纷等一审案件由上海金融法院管辖，而新三板公司和创业板上市公司的证券相关纠纷则分别由北京金融法院和深圳市中级人民法院管辖¹⁸。此外，康美药业所涉证券虚假陈述纠纷、华夏幸福和恒大集团的相关纠纷案件等均是随着事态的发展方才决定实施了集中管辖，最高院并未发布明文规定。在此特殊情形下，集中管辖适用的案件类型和范围、上市公司股票能否实施保全、集中管辖的效力是否及于执行等一系列涉及保全和执行的问题均需要结合个案的具体情况方能得出确定答案，应予特别关注。

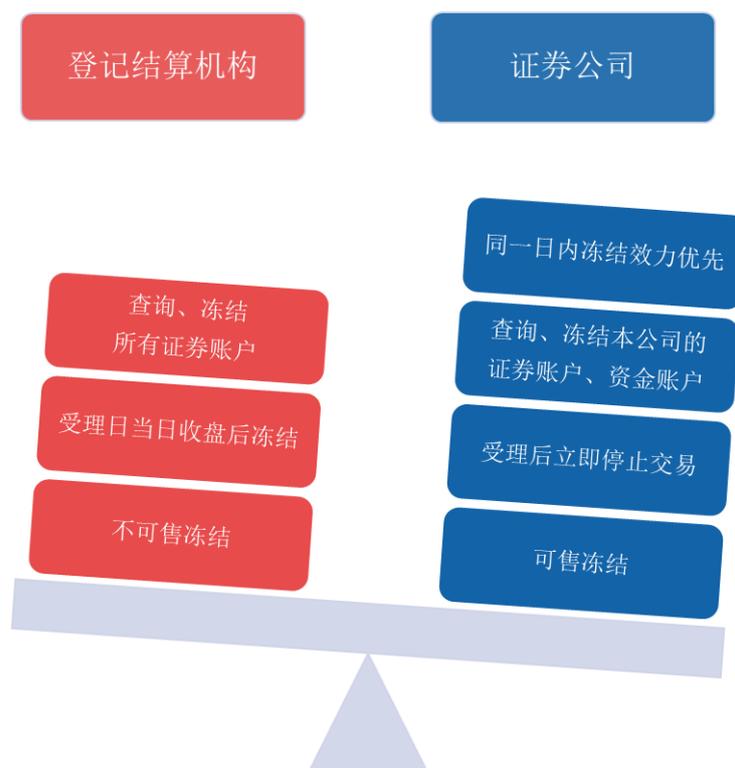
综上，虽然财产所在地法院在多种程序中均具有对保全申请的管辖权，但对于个案而言，并不意味着财产所在地法院总是最合适的选择。我们建议，除集中管辖的特别影响外，部分法院有关股票保全和处置的特别规定、被保全人整体的财产信息和资信能力、拟保全股票的性质及其未来可能的处置方式等因素，都需要在确定管辖法院的过程中一并考虑。

三、路径选择：证券公司或中登公司协助保全股票的优劣比较

除部分法院试点的“总对总”查控系统对股票直接进行冻结以外¹⁹，股票的保全一般可以由证券公司和中登公司协助执行。但这两个协助机关在股票查询、冻结程序中的作用却存在较为明显的差别，在不同的时机，利用其各自不同的优势进行保全，不仅会直接影响股票的价值，甚至可能会左右案件的进程。为此，我们从以下六个方面总结了证券公司和中登公司在协助执行过程中的区别：

¹⁸ 《最高人民法院关于上海金融法院案件管辖的规定（2021 修正）》（法释〔2021〕9 号）第三条，在上海证券交易所科创板上市公司的证券发行纠纷、证券承销合同纠纷、证券上市保荐合同纠纷、证券上市合同纠纷和证券欺诈责任纠纷等第一审民商事案件，由上海金融法院管辖。《最高人民法院关于北京金融法院案件管辖的规定》（法释〔2021〕7 号）第三条，在全国中小企业股份转让系统向不特定合格投资者公开发行股票并在精选层挂牌的公司的证券发行纠纷、证券承销合同纠纷、证券交易合同纠纷、证券欺诈责任纠纷以及证券推荐保荐和持续督导合同、证券挂牌合同引起的纠纷等第一审民商事案件，由北京金融法院管辖。《关于服务保障创业板改革并试点注册制的实施意见》第 18 条，为统一裁判标准，保障创业板改革并试点注册制顺利推进，根据最高人民法院授权，本院对在创业板以试点注册制首次公开发行股票并上市公司所涉证券发行纠纷、证券承销合同纠纷、证券上市保荐合同纠纷、证券上市合同纠纷和证券欺诈责任纠纷等第一审民商事案件试点集中管辖。根据《最高人民法院关于对与证券交易所监管职能相关的诉讼案件管辖与受理问题的规定》（法释〔2005〕1 号），涉及深圳证券交易所为被告或者第三人与其履行职责相关的第一审民商事和行政案件，以及依照最高人民法院《关于证券代表人诉讼若干问题的规定》（法释〔2020〕5 号），涉创业板公司的特别代表人诉讼案件，亦均由本院集中管辖。

¹⁹ 最高人民法院 中国证券监督管理委员会 关于试点法院通过网络查询、冻结被执行人证券有关事项的通知（法〔2016〕72 号）。



（一）查询的账户范围

如表 1 所示，证券公司和中登公司在查询范围上的区别有二。第一，投资者的资金账号仅能通过证券公司查询，原因正如第一部分所述，资金账号是证券公司开立的，中登公司无法查询²⁰。第二，中登公司可以查询投资者名下的所有证券账户，包括中登公司任一分公司均可查询其他分公司下的其他证券账户²¹，而证券公司仅能查询投资者通过本公司开立的证券账户。

此外应当注意的是，在查询法人投资者的证券账户时，仅提供法人名称或登记号码可能存在无法准确查询的风险²²，而 2014 年起，中登公司为投资者设置了“一码通账户”，通过该账户，投资者名下所有的证券子账户均能被查询到²³。

²⁰ 参见中登公司各分公司颁布的《协助执法业务指南》。

²¹ 但涉及冻结、扣划时，各分公司只能协助办理登记在本分公司的证券，参见中登公司各分公司颁布的《协助执法业务指南》。

²² 参见中登公司各分公司颁布的《协助执法业务指南》，以上海分公司为例，其《协助执法业务指南》第二条第（二）款第 5 项明确，因相关机构主体变更等不确定因素导致其工商登记信息可能与其在开户时提供的账户注册资料存在差异，因此，仅根据有权机关提供的机构全称或营业执照注册号查询投资者开立的证券账户，可能会出现无法准确检索导致查询结果不准确的情况，本公司不保证此种情形下查询结果必然准确，建议有权机关补充其他信息（如证券账户号）进行查询。

²³ 《中国证券登记结算有限责任公司证券账户管理规则 2014》第十八条，本公司设置投资者证券总账户（以下称为一码通账户）及子账户。本规则将一码通账户与子账户统称为证券账户。第三十五条，证券账户持有人通过申报一码通账户可以查询所开立全部子账户及其有关的账户信息。证券账户持有人通过申报子账户仅可以查询与该子账户有关的账户信息。

查询对象 协执机关	投资者
证券公司	1. 本公司开立的证券账户； 2. 本公司开立的资金账号（账户四）； 3. 证券公司名下的客户资金交收账户、客户证券交收账户中投资者的相关交易信息。
中登公司	1. 所有证券账户； 2. 证券公司名下的客户资金交收账户、客户证券交收账户中投资者的相关交易信息。
银行	客户银行结算账户（账户一）

表 1

（二）冻结的标的类型

因资金账号开立证券公司，所以证券公司可协助冻结的标的包括证券和资金，而中登公司则只能协助冻结证券。

（三）冻结股票的形式

股票冻结分为“不可售冻结”和“可售冻结”。“不可售冻结”即证券被冻结后不可售出；“可售冻结”是指证券被冻结后准许卖出，同时对卖出的资金予以控制，又被称之为“司法活扣”。因证券公司可以协助冻结资金账号，控制卖出证券的资金，所以可以协助实施“可售冻结”，也可以在不冻结资金账号的情况下协助实施“不可售冻结”²⁴。相比之下，中登公司无法协助冻结资金账号，只能协助实施“不可售冻结”，如北交所司法协助指南中即明确，不受理可售冻结。

冻结完成后，可售冻结与不可售冻结可以相互转化。实务中，多涉及不可售冻结向可售冻结的调整。《最高人民法院关于在执行工作中进一步强化善意文明执行理念的意见》（以下简称“《善意文明执行意见》”）第 7（2）条规定，“保全冻结上市公司股票后，被保全人申请将冻结措施变更为可售性冻结的，应当准许，但应当提前将被保全人在证券公司的资金账号在明确具体的数额范围内予以冻结。”中登公司在其协助执法业务指南中也进一步明确了可售冻结与不可售冻结之间相互转化的程序要求。因此，在对投资者的资金账号予以冻结后，不可售冻结便可调整为可售冻结。

（四）冻结股票的范围

股票是否托管、股票何种类型，亦会影响股票冻结的范围，也是决定选择中登公司还是证券公司来协助冻结的影响因素之一。

首先，证券公司仅能冻结托管在本公司的证券。依据《2008 通知》第九条，冻结、扣划托管在证券公司的证券，证券公司和中登公司均可办理，而冻结、扣划未在证券公司托管的或证券公司自营证券，

²⁴ 《中国证券监督管理委员会冻结、查封实施办法（2020 修正）》第十八条第 3、4 款，限制证券卖出的，由证券公司或者证券登记结算机构协助执行冻结。冻结期间，证券持有人可以提出出售部分或者全部被冻结证券的请求，经申请部门审查认为确有必要，可以解除卖出限制，并监督证券持有人依法出售，同时将所得资金转入相关资金账户予以冻结。不限制证券卖出的，由证券公司等控制资金账户的单位协助执行冻结。冻结期间，证券持有人可以依法出售部分或者全部被冻结的证券，同时将所得资金转入相关资金账户予以冻结。

则由中登公司办理。

其次，并非所有股票都可以进行在证券公司进行可售冻结。依据中登公司各分公司协助执法业务指南（如表 2 所示），股票类型不同，可以实施的冻结形式也不同。此外，中登公司北京分公司特别规定，质押股票的冻结只能在中登公司办理，²⁵所以在首次冻结时，只能实施不可售冻结，冻结后方可申请变更为可售冻结。

	北京分公司	上海分公司	深圳分公司
可以实施可售冻结的类型	无限售流通股	1. 无限售流通股 2. 质押股票	1. 流通证券 2. 质押股票
只能实施不可售冻结的类型	1. 限售流通股 2. 非流通股 3. 质押股票 4. B类股份（特殊表决权股票）	1. 限售流通股 2. 非流通股 3. B股（人民币特种股票） 4. 非采取多边净额结算的证券等	（未予明确）

表 2

（五）实施冻结的时点

证券公司受理冻结要求后，会立即停止证券交易，对已经下单但未售出的证券予以撤单，并在交收完成后，根据交收结果确定应予冻结的标的。而中登公司受理后，会在受理日当日收盘后根据交收结果予以协助冻结。应当注意的是，对于无限售流通股，中登公司实施冻结之前，股票可能已于受理日当日由证券公司卖出，在中登公司不能控制资金账号的背景下，可能面临无法有效保全的风险²⁶。因此，证券公司的协助冻结更为及时，也适合于对无限售流通股的保全。

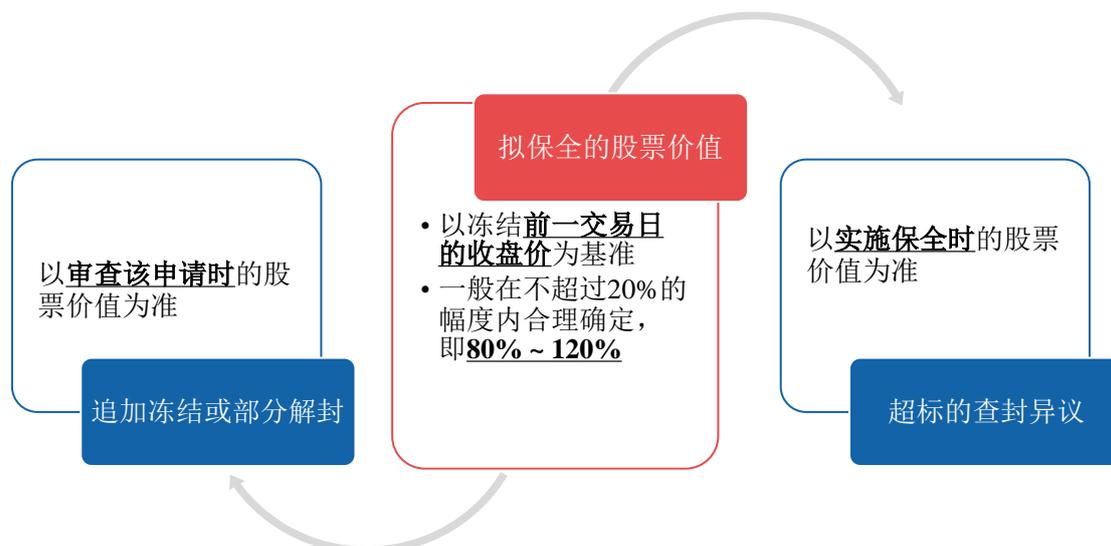
（六）冻结的效力顺位

同一日内，针对同一笔证券或资金的冻结，若是同一协助执行机关，则按照先后顺序确定冻结效力；若是不同的协助执行机关，则证券公司的冻结优先于中登公司冻结，且冻结后立刻停止交易，而中登公司则在停牌后予以统一办理；此外，法院通过网络查控系统进行冻结的，其顺位为最后。

²⁵ 参见《中国证券登记结算有限责任公司北京分公司协助执法业务指南》第四条第 2 款，托管在证券公司的无限售条件流通股，其冻结业务既可以在本公司办理，也可以在托管证券公司处办理，但若该证券已在本公司办理了质押登记，则其冻结、过户只能在本公司办理。

²⁶ 参见《中国证券登记结算有限责任公司关于协助司法机关冻结流通证券有关问题的通知》第一条，司法机关依法要求冻结确属被执行人所有的流通证券的，由托管该证券的证券公司协助办理。司法机关要求登记结算公司直接冻结确属被执行人所有的流通证券的，登记结算公司书面向司法机关明确声明（见附件）拟冻结的证券可能已在托管该证券的证券公司被卖出、若与其他司法机关发生重复冻结则本次冻结无效等操作风险，司法机关签署认可该声明后登记结算公司协助办理。流通证券的冻结结果以登记结算公司实施的冻结登记结果为准。

四、股票价值：拟保全股票的价值认定及保全后股票价值变化的处理



上市公司的股票价格处于时刻变动的状态，在实施冻结后，因股票价格的变化，难免出现保全数额不足或者超标的保全的情形，从而引发进一步的争议。因此，股票完成冻结并不意味着保全工作的结束，在保全方案制定之初，乃至整个冻结的期间内，股票的价格变化及其价值认定标准都是应当重点关注的对象。

（一）拟保全股票的价值认定

作为一般规则，《善意文明执行意见》第7条规定，**股票价值应当以冻结前一交易日的收盘价为基准，一般在不超过20%的幅度内合理确定。**《关于进一步规范人民法院冻结上市公司质押股票工作的意见》对于质押股票的冻结也采纳了相同的标准。

实务中，法院一般在拟冻结标的额的100%-120%幅度内计算应冻结的股票数额，涉及多个债务人时，也可能在100%以下的幅度内确定²⁷。

对于特殊类型的股票，法院在认定股票价值时，更倾向于综合标的股票的价格走势、处置方式等因素作出判断，而不仅仅拘泥于冻结前一交易的收盘价。以限售流通股为例，在北京市高级人民法院（2021）京执复82号案中，案涉股票为首发后限售股，且已全部质押，法院认为“关于案涉股票的市场价值，因其系限售流通股，其价值将随上市流通股市场交易价格的变化而发生波动，且其最终价值需通过网络司法拍卖由市场形成，故人民法院在判断是否构成明显超标的额冻结时，还必须考虑网络司法拍卖因流拍而以最低价格成交的可能性。”

类似地，在上海市高级人民法院（2019）沪执复38号案中，案涉股票为限售流通股，上海金融法院初审时考虑了以下因素：①案涉股票在过去一年中的最低价；②案涉股票占公司总股比6.7%，在变现过程中将受到减持比例、持有时间的限制，进而实质性降低其变现价格；③集中大额交易对涉案股票市场价格也可能产生负面影响；④案涉股票部分存在质押。但上海市高级人民法院撤销了上海金融法院的裁定，认为案涉股票即使按照过去一年中的最低价格计算，在扣除质押部分对应的股权后，仍超过保全裁定确定的诉讼标的额，且案涉股票的价格也在冻结后有所上升。减持规定的初衷恰恰是为了“平稳股票价格，避免股票价格因集中大额交易而出现大幅波动。”

²⁷ 参见上海市高级人民法院（2021）沪执复18号、山东省济南市市中区人民法院（2022）鲁0103财保169号、广东省佛山市禅城区人民法院（2021）粤0604执保3246号。

由此可见，熟悉股票的性质和特点、影响其市场价格的各项因素，可以在股票保全工作中向法院陈述针对性意见，更有效地维护当事人权益。

（二）股票价值“重大变化”后申请追加冻结或部分解冻

《善意文明执行意见》第7条规定，股票冻结后，其价值发生重大变化的，经当事人申请，人民法院可以追加冻结或者解除部分冻结。从文义解释的角度理解，这一条款可以消除因股票价值不断变动而导致的双方当事人权益不平衡，也即，股价上升时，被保全人可申请部分解除，股价下降时，申请保全人亦可追加冻结。但在实务中，该条款的适用条件和适用范围尚不够清晰。

对于适用条件，这一条款存在的主要问题是：如何认定股票价值发生了“重大变化”？可否以《善意文明执行意见》第7条规定的20%为参考，当股票价值变动幅度超过20%时，便可认定为构成重大变化？最高院对此没有明确，实务中也未形成一致的裁判思路。

在上海市高级人民法院(2021)沪执复18号案中，案涉股票的价格相比于冻结时的跌幅超过了40%，法院由此认定构成重大变化。但该案确定的规则并不具有普遍适用性，当股票价值发生其他幅度（如20%、30%...等等）的变化时，仍由保全法院在个案中自由裁量是否构成重大变化。

（三）超标的查封的执行行为异议

此外，在股票价格上涨后，部分被保全人认为被保全股票的价值超出了应保全标的额并提出执行行为异议。在最高院(2019)最高法执复61、62号案中，广东高院初审裁定认为，股票的价格不断变动，在审查是否超标的保全时，应以审查时的市场行情为准，而不能以在此之前（如申请保全或保全实施）或在此之后（如诉讼时或执行时）的某一时点为准。但为公平保护当事人权益，使保全财产的价值在动态上和裁定保全的金额基本相当，应当允许当事人申请追加冻结或解除部分冻结。然而，最高院复议后撤销了广东高院的裁定，认为在评价是否构成超标的查封时，股票价值应当以保全时的价格为基准，不宜以冻结后的某个时间点来判断。被保全人若认为由变更冻结措施之必要，可以另行提出申请。

综上，保全后股票价值变化后，《善意文明执行意见》第7条与《民事诉讼法》第二百三十二条提供了两种不同路径，适用的场景并不同，且判断股票价值的时间点也不相同。是否同意追加冻结或部分解封，应以法院审查该申请时的股票价值为依据，而审查是否构成超标的查封的异议时，则应以保全时的股票价值为准。

下一篇我们将介绍上市公司股票的执行通用规则，敬请期待。

特别声明

汉坤律师事务所编写《汉坤法律评述》的目的仅为帮助客户及时了解中国或其他相关司法管辖区法律及实务的最新动态和发展，仅供参考，不应被视为任何意义上的法律意见或法律依据。

如您对本期《汉坤法律评述》内容有任何问题或建议，请与汉坤律师事务所以下人员联系：

孙伟

电话： +86 21 6080 0399

Email: wei.sun@hankunlaw.com